

이슈보고서 21-28

ISSUE
REPORT

최근 외국인투자자의 국내주식 매매행태와 자금유출입 변동요인 분석

이승호

최근 외국인투자자의 국내주식 매매행태와 자금유출입 변동요인 분석

저자 이승호*

코로나19 발생 이후 시장에서 개인투자자의 적극적인 매수세와 달리 외국인투자자들은 큰 폭의 순매도로 전환하였다. 과거 미국의 테이퍼텐트럼(2013년), 미 금리인상(2015년) 등 외국인의 집중적인 주식매도 시기와 비교하여 기간면에서 길고 그 규모도 크다. 글로벌 주식투자펀드 자금은 지난해 연말경부터 선진국이나 원자재 수출 비중이 큰 일부 신흥국으로 순유입되고 있으나 수출의존도가 높은 주요 아시아 국가들의 경우에는 최근까지 순유출이 지속되고 있다. 본 보고서에서는 최근 외국인투자자들의 국내주식 매매행태와 자금유출입 변동의 원인 및 영향을 분석해 보고 시사점을 제시하였다.

외국인투자자들의 최근 매매행태를 보면 거래회전율이 상대적으로 안정적이고 주식거래 비중도 하락하고 있다. 또한 외국인투자자들이 순매도한 자금을 해외로 유출하지 않고 재투자 등을 위해 국내에 유보하는 비율이 과거보다 증가하고 있어 대체로 시장에 대해 낙관적 전망을 유지하고 있는 것으로 판단된다. 아울러 외국인 투자자금의 유출입은 국내 주가나 원화환율 변동 등 국내요인과 함께 미국 주가나 글로벌 위험지표 등 해외요인에 모두 민감하게 영향을 받는 것으로 확인되었다.

최근 미국의 테이퍼링이 시작되면서 글로벌 위험선호 변화나 국제자금흐름의 불확실성이 증가하고 있는 만큼 외국인투자자의 매매 및 자금 순유출이 국내 금융시장의 교란요인이 되지 않도록 유의할 필요가 있다. 이를 위해서는 금융시장의 지나친 변동성 완화, 양호한 기초경제여건 유지를 통한 대외신인도 제고, 외국인투자자의 매매행태에 대한 세심한 모니터링은 물론 우리 주식시장이 MSCI 선진국지수에 편입될 수 있도록 관련 제도의 정비 등을 통해 대외충격에 대한 복원력 강화에도 노력해야 할 것이다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

자본시장실 선임연구원 이승호 (sgholee@kcmi.re.kr)

I. 머리말

지난해 코로나19가 발생한 이후 국내외 실물경제의 침체에도 불구하고 시장은 주가지수가 처음으로 3,000선을 돌파하며 가파른 상승세를 보인 바 있다. 국내외 주요국의 완화적 통화정책에 따른 풍부한 유동성과 기업의 예상실적 호조 기대의 확산이 주가상승을 견인한 주된 요인으로 꼽힌다. 이 기간중 국내 개인투자자들은 적극적으로 주식을 매수한 데 반해 외국인투자자들은 이전의 순매수 우위기조에서 대체적으로 순매도로 전환하였다. 최근 들어서는 주가가 다시 조정 국면을 보이고 있는 가운데 외국인 주식투자자금의 해외유출로 외환시장에서 환율이 상승압력을 받고 있는 상황으로 보인다.

최근 외국인투자자들의 국내주식 순매도는 과거 미국의 테이퍼테트럼(2013년)⁰¹, 미 금리인상(2015년), 미·중간 무역갈등(2018년) 등 외국인의 주식순매도와 투자자금의 유출이 집중적으로 발생하였던 시기에 비해 기간면에서 장기화되고 있을 뿐만 아니라 그 규모도 적지 않다. 코로나19 위기가 확산된 2020년 2월 이후 금년 8월까지 대부분의 기간에서 외국인투자자들은 주식을 순매도하였으며 금년 9월중 일시적인 순매수 전환 이후 10월에는 다시 순매도를 재개하고 있다. 글로벌 주식투자펀드 자금은 지난해 연말경부터 선진국 및 원자재 수출 비중이 큰 일부 신흥국으로 다시 순유입되고 있으나 수출의존도가 높은 주요 아시아 국가들의 경우에는 최근까지 순유출이 지속되고 있다.

아직까지 외국인투자자들의 순매도세에도 불구하고 국내 주가급락, 환율상승 등 큰 폭의 변동성 확대를 초래하지 않고 있는 것으로 보인다. 그러나 현재 시장에서 차지하는 외국인투자자의 비중이 여전히 크고 과거 외국인의 대규모 주식매도에 따라 금융시장에 적지 않은 영향이 나타났던 점에서 향후 외국인투자자들의 투자행태와 그 영향에 대한 관심을 기울일 필요가 있다. 특히 최근 미국의 양적완화 축소정책인 테이퍼링(tapering)이 시작되면서 글로벌 유동성 축소가 가시화되고 향후 물가상승 압력 지속, 글로벌 공급차질 등에 따른 글로벌 경제의 불확실성이 증가할 경우 외국인투자자의 주식 매도세가 더욱 심화되면서 국내 금융시장의 안정성을 저해할 가능성도 없지 않을 것으로 생각된다.

01 글로벌 금융위기 이후 미 연준의 양적완화 통화정책 시행 이후 처음으로 유동성을 흡수하기 위해 국채매입 규모를 축소하기 시작한 조치를 의미한다.

이러한 점에서 본 보고서에서는 최근 외국인의 국내주식 매매행태 변화를 과거 유출기와 비교하여 살펴보고 투자자금의 유출입 변동요인을 분석하여 국제금융환경 변화에 대응한 시사점을 제시해 보았다. 본고의 구성은 다음과 같다. 제 II 장에서 최근 외국인의 국내주식 매매 추이 및 특징을 분석하였다. 특히 과거 외국인투자자들의 순매도가 있었던 시기와 비교해 본 후 투자시계나 변동성 등 매매행태를 타 경제주체들과 비교하여 다각도로 분석하였다. 제 III 장에서는 외국인 주식 투자자금의 유출입 변동요인을 분석하였다. 우선 국내주식 매매(원화 기준)와 자금유출입(외화 기준) 간의 관계를 분석한 후 자금유출입 변동요인에 대한 행태방정식 추정을 실시하였다. 제 IV 장에서는 시사점을 언급하였다.

II. 외국인의 국내주식 매매 추이 및 특징

이 장에서는 코로나19 발생 이후 외국인의 국내주식에 대한 매매 추이와 주요 특징을 과거 외국인 투자자들의 집중적인 주식순매도가 발생하였던 시기와 비교하여 살펴보았다.

1. 외국인의 국내주식 매매 추이

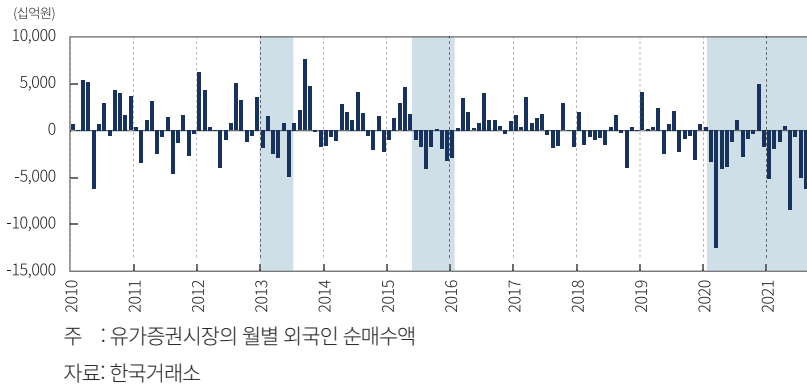
국내주식에 대한 외국인투자자의 매매 추이를 보면 그간의 대체적인 순매수 우위에서 코로나19 발생 이후 큰 폭의 순매도로 전환하여 금년 8월까지 매도세가 상당 기간 지속되었다.⁰² 금년 9월 일시적인 순매수를 보였으나 10월 중에는 다시 큰 폭의 순매도가 이어지고 있어 추세전환 시기를 예단하기 어려운 상황이다.

<그림 II -1> 및 <표 II -1>에 나타난 바와 같이 최근 외국인 국내주식 순매도를 글로벌 금융위기 이후 우리나라에서 외국인의 순매도가 일정 기간 이상 집중적으로 발생한 시기인 미국의 테이퍼 트럼 기간(2013년 1월~6월)과 중국 주가하락 및 미 금리인상이 발생한 시기(2015년 6월~2016년 1월)와 비교해 보면 순매도 규모 및 지속기간에서 모두 비교대상 시기보다 최근의 경우가 더 크고 긴 것으로 나타나고 있다. 즉, 코로나19 위기 이후 2020년 2월부터 금년 8월까지의 기간 동안 외국인투자자의 월평균 순매도 규모(유가증권시장 기준)는 약 2조 8천억원에 달하였는데 이

02 금년 9월중에는 1.1조원 순매수로 반전되었으나 10.1~10.22일에는 다시 2.7조원 정도 순매도가 이어지고 있다.

는 과거 테이퍼텐트럼 기간이나 미 금리인상 시기보다 각각 1.7배와 1.4배 증가한 것이다. 또한 월별 최대 매도금액도 약 12조 6천억원에 달해 비교기간 중 가장 큰 것으로 나타났다. 기간면에서도 최근 코로나19 발생 이후 외국인의 주식순매도는 19개월 이상 지속되고 있어 과거 6~8개월 정도에 비해 매우 길다. 매도 지속기간이 길어지면서 이 기간중 총매도금액이 약 53조 7천억원에 달하는 것으로 나타났다.

<그림 II-1> 외국인의 국내주식 매매 추이



<표 II-1> 주요 시기별 외국인 주식순매도 비교

시기	지속기간(월)	총액	(단위: 억원)	
			월평균	월최대 매도액
테이퍼텐트럼 (2013. 1 ~ 6)	6	-100,215	-16,703	-50,198
미 금리인상 (2015. 6 ~ 2016. 1)	8	-161,170	-20,146	-41,092
코로나19 (2020. 2 ~ 2021. 8)	19	-536,913	-28,259	-125,550

자료: 한국거래소 및 저자시산

한편 <표 II-2>에 제시된 바와 같이 외국인투자자의 매매 추이를 국적별로 살펴보면 지난해 이후부터 최근까지 전체 순매도 금액중 미국의 비중이 48.2%로 가장 큰 것으로 나타났다. 코로나19의 발생 첫해인 2020년에는 미국 투자자의 순매도 규모가 전체의 약 2/3에 달하였던 반면 금년에는 미국 못지않게 영국, 독일 등 유럽 국가와 중국 등이 순매도세로 전환하고 있는 것으로 나타났다. 이는 최근의 외국인투자자의 순매도가 특정 국가가 아닌 대부분 지역의 투자국으로 확산되는 경향이 나타나고 있음을 의미한다.

<표 II-2> 국적별 외국인투자자의 순매수 규모

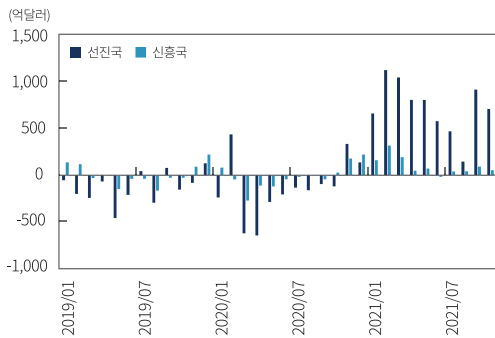
(단위: 십억원)

	미국	영국	룩셈부르크	중국	독일	일본	아일랜드	기타	합계
2015	9,925	-5,218	-1,402	-137	28	1,301	112	-8,062	-3,453
2016	7,664	535	4,285	-1,606	-8	-20	883	372	12,105
2017	13,215	-941	1,211	389	-433	6	1,384	-4,653	10,178
2018	7,316	-8,806	-1,395	884	141	771	358	-5,945	-6,676
2019	-5,569	567	1,091	923	-403	-326	11	5,342	1,636
2020	-16,036	4,040	504	504	983	-1,497	1,034	-13,909	-24,377
2021.1~8	-10,656	-4,106	109	-347	-1,007	-1,164	506	-14,334	-30,999

주 : 1) 상장주식 기준
 2) 순매수 규모 기간합계
 자료: 금융감독원

이러한 외국인투자자의 순매도 지속은 글로벌 주식펀드자금의 유출입 추이와 어느 정도 차별화된 모습을 보이고 있다. <그림 II-2>에서 보는 바와 같이 글로벌 주식펀드자금은 코로나19 위기 발생 직후 급격한 순매도를 보이다가 지난해 11월경 이후부터는 글로벌 위험선호 경향 강화 등으로 선진국 및 신흥국으로 다시 순유입이 재개되는 모습이 나타났다. 그러나 신흥국별로 보면 러시아나 중동 국가 등 주로 원자재 수출국이 전체 순유입의 상당 부분을 차지하고 있는 반면 우리나라나 대만 등 수출의존도가 높은 아시아 신흥국들은 <표 II-3>에 나타난 바와 같이 전년에 이어 대체적으로 순유출 기조가 이어지고 있는 것으로 보인다.

<그림 II-2> 글로벌 주식펀드 자금 유출입



자료: 국제금융센터, EPFR

<표 II-3> 주요 아시아 신흥국의 외국인 주식자금 유출입 규모

	대만	인도네시아	필리핀	태국	베트남	말레이시아	인도
2020	-156.0	-32.2	-25.1	-82.9	-6.7	-57.3	233.7
2021.1~10	-192.6	28.1	-17.4	-21.2	-21.2	-5.3	63.8

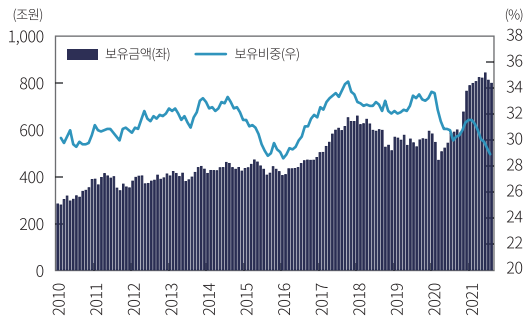
(단위: 억달러)

주 : 글로벌 주식펀드자금을 포함한 해외로부터의 자금순유출입액을 의미

자료 : 국제금융센터 및 bloomberg

한편 외국인투자자의 주식순매도 지속으로 국내 유가증권시장에서 외국인투자자의 비중은 점차 하락하는 모습을 보이고 있다. 외국인투자자가 보유하고 있는 국내주식의 시가총액은 지난해 이후 국내 주가의 상승에 힘입어 가파르게 증가하여 금년 8월말 현재 유가증권시장과 코스닥시장에서 각각 751.3조원과 43.3조원에 달하였다. 그러나 전체 주식시장의 시가총액에서 차지하는 외국인투자자의 비중(유가증권시장과 코스닥시장 합계

<그림 II-3> 외국인투자자의 국내주식 시가총액 및 비중 추이



주 : 유가증권시장 및 코스닥시장 합계 기준

자료: 금융감독원

기준)은 2017년 10월중 34.6%에서 금년 8월중에는 28.9%로 하락하였다. 이를 시장별로 구분하여 보면 유가증권시장의 경우 2017년 10월 37.8%에서 2021년 8월중 32.5%, 코스닥시장의 경우 2018년 1월 13.6%에서 2021년 8월중 9.9%로 하락한 것으로 나타났다.

2. 외국인투자자 주식매매의 주요 특징

최근 외국인 주식투자자의 주요 매매 특징을 일정 기간 동안 주식이 얼마나 활발히 거래됐는지를 나타내는 거래회전율(금액 기준)⁰³을 통해 살펴본 결과, <표 II-4>에서와 같이 최근 하향 안정화 되는 모습을 나타내고 있다. 즉, 2018년중 80.6 수준이던 거래회전율은 코로나19 발생 이후 2020

03 최근 한국거래소는 경제주체들의 거래회전율을 전체와 외국인투자자에 대해서만 구분하여 발표하고 있어 국내기관 및 개인투자자와의 직접적인 비교가 어렵다.

년에는 77.3, 금년 1~8월중에는 68.0으로 하락하였다. 반면 국내 기관투자자 및 개인투자자의 거래회전은 외국인투자자보다 훨씬 높아 전체 유가증권시장의 거래회전은 외국인투자자의 거래회전을 대비 약 2배 높은 모습을 보이고 있다. 다만, 주식수 기준으로는 최근 외국인투자자의 거래회전이 상승하는 모습이 나타났는데 이는 외국인들이 시가총액 비중이 큰 대형 우량주 못지 않게 중소형주에 대한 투자를 확대한 것에서 기인한 것으로 판단된다. 이 경우에도 내국인에 비해 외국인투자자의 거래회전은 상대적으로 낮은 모습을 보이고 있다.

<표 II-4> 투자주체별 거래회전을

	거래금액 기준		주식수 기준	
	외국인	전체	외국인	전체
2015	84.5	109.0	139.8	303.4
2016	75.0	87.2	130.3	233.7
2017	75.8	88.8	136.9	198.1
2018	80.6	108.3	136.1	205.3
2019	66.9	87.1	110.7	215.6
2020	77.3	175.1	186.9	396.7
2021. 1 ~ 8	68.0	133.3	170.9	351.9

주 : 1) 유가증권시장 기준

2) $[기간중\ 매수액\ 및\ 매도액\ 합계(주식수)/2] / [전기말\ 및\ 금기말\ 보유시총(주식수)/2]$

자료 : 한국거래소 및 저자시산

또한 <표 II-5>에 나타난 바와 같이 전체거래(매수+매도)에서 외국인투자자가 차지하는 비중은 감소하는 모습을 보이고 있다. 유가증권시장에서 2017년중 31.0%에 달하던 외국인투자자의 거래비중은 코로나19 발생 이후 17% 내외 수준으로 하락하였다. 이는 최근 외국인투자자의 거래회전을 감소를 반영하는 것으로 보인다.

<표 II -5> 투자주체별 거래비중

(단위: 십억원)

일자	내국인	외국인	
		기관	개인
2015	74.3	20.4	53.9
2016	71.0	21.3	49.7
2017	69.0	22.3	46.7
2018	72.8	21.8	51.0
2019	71.5	24.0	47.5
2020	83.6	17.8	65.8
2021. 1~8	82.4	17.7	64.8

주 : 1) 유가증권시장 기준
 2) 기관은 기타법인 포함
 자료: 한국거래소

한편 외국인과 국내 투자주체들의 주식 매수와 매도 자료를 각각 이용하여 일별매매의 표준편차를 통해 매매변동성을 시산해 보면 코로나19 위기 발생 이후 모든 경제주체들에서 일별거래의 변동성이 커진 것으로 나타났다. 그러나 외국인투자자의 경우 국내 기관투자자 및 개인투자자에 비해 상대적으로 변동성 확대 정도가 가장 작게 나타났다. 이는 앞서 서술한 외국인투자자의 매매 회전율이 안정화되어 있는 것과 마찬가지로 코로나19 이후 주가 급등락이 나타난 기간에서 외국인투자자의 주식매매 행태가 상대적으로 개인투자자보다 안정적이었음을 나타내는 것으로 판단된다.

<표 II -6> 투자주체별 일별매매의 변동성 추이

(단위: 일평균, 조원)

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021. 1~8
외국인	매 수	1.37 (0.37)	1.33 (0.38)	1.66 (0.45)	1.77 (0.53)	1.42 (0.43)	1.95 (0.58)	2.94 (0.87)
	매 도	1.38 (0.36)	1.29 (0.38)	1.64 (0.44)	1.79 (0.53)	1.42 (0.46)	2.05 (0.74)	3.11 (1.04)
	순매수	-0.02 (0.20)	0.04 (0.19)	0.03 (0.22)	-0.02 (0.25)	0.00 (0.21)	-0.10 (0.41)	-0.17 (0.66)

<표 II -6> 투자주체별 일별매매의 변동성 추이(계속)

(단위: 일평균, 조원)

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021. 1~8
개인	매수	2.89 (0.76)	2.23 (0.54)	2.47 (0.52)	3.35 (1.09)	2.35 (0.50)	8.12 (3.28)	11.36 (3.47)
	매도	2.89 (0.74)	2.26 (0.54)	2.51 (0.52)	3.32 (1.04)	2.40 (0.52)	7.93 (3.32)	10.95 (3.07)
	순매수	0.00 (0.20)	-0.03 (0.17)	-0.04 (0.19)	0.03 (0.27)	-0.05 (0.23)	0.19 (0.54)	0.41 (1.04)
기관	매수	1.10 (0.24)	0.96 (0.25)	1.20 (0.34)	1.43 (0.38)	1.22 (0.35)	2.13 (0.62)	2.92 (0.99)
	매도	1.08 (0.30)	0.97 (0.24)	1.18 (0.35)	1.43 (0.38)	1.18 (0.36)	2.22 (0.64)	3.16 (1.29)
	순매수	0.02 (0.20)	-0.01 (0.20)	0.01 (0.25)	-0.01 (0.25)	0.04 (0.23)	-0.09 (0.39)	-0.24 (0.65)

주 : 1) 기관은 기타법인 포함
 2) ()는 일별 거래의 기간중 표준편차
 자료: 한국거래소 및 저자시산

III. 외국인 주식투자자금의 유출입 변동요인 분석

이 장에서는 외국인의 국내주식 순매도와 실제 해외로의 자금유출 간의 관계를 살펴본 후 주식자금의 순유출에 영향을 미치는 제반 요인들에 대해 실증적으로 분석해 보았다.

1. 국내주식 매매와 자금유출입 간의 관계

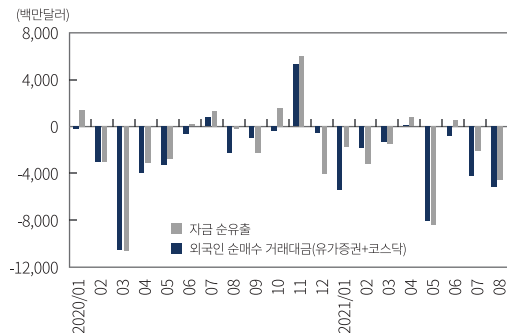
외국인의 국내주식 순매도가 발생할 경우 통상 외국인 주식투자자금의 유출이, 반대로 주식순매수의 경우에는 해외로부터의 외화자금 유입이 발생한다. 그러나 이러한 관계는 경우에 따라 단기적인 괴리를 보이기도 한다. 예를 들어 외국인이 글로벌 금융충격 등으로 일시적으로 주식을 순매

도하더라도 주식시장에 대한 낙관적인 전망을 유지하는 경우에는 주식의 재투자를 위해 주식매각 대금을 국내에 유보하게 된다. 반대로 순매수시 국내 유보자금을 활용할 수 있는 경우에는 글로벌 상황에 따라 외자유입이 주식순매수 금액과 비례적으로 발생하지 않는 경우가 나타날 수 있다. 그 밖에 두 지표간 괴리는 해외 주식투자기관의 글로벌 포트폴리오 조정이나 위험선호 변화 또는 단기적인 기대환율의 변동 등에 의해서도 영향을 받을 것으로 보인다.

외국인투자자가 주식매매에 따른 자금을 해외로 유출하지 않고 국내에 유보하는 경우 주식순매도에 따른 원화 금액을 외화로 환전하지 않으므로 외환시장에서 외환수요가 발생하지 않고 따라서 환율에 미치는 영향도 제한적이라 할 수 있다. 이 경우에는 외환에 대한 직접적인 수요 증가가 나타나지는 않으나 외환시장 참가자들의 기대환율 변화를 통해 환율에 간접적인 영향이 나타날 수 있다. 따라서 일정 기간중 외국인투자자의 주식순매도 금액과 외화유출액 간의 괴리 정도는 외국인투자자의 향후 주식시장 전망이나 자금순유출의 지속 여부 등을 판단하는 데 도움이 될 수 있을 것으로 생각된다.

<그림 III-1>은 2020년 이후 국내주식에 대한 외국인의 순매도금액과 국제수지 통계를 이용한 실제 해외유출액을 월별로 비교한 그림이다. 대체로 두 지표가 유사한 형태를 보이거나 일부 월에서 다소 차이가 있는 것으로 나타나고 있다.⁰⁴ 두 지표간의 관계를 앞서 살펴본 외국인투자자의 국내주식순매도 기간과 비교하여 살펴보면 <표 III-1>에서 보는 바와 같이 최근 코로나19 발생 이후 기간에서 외국인투자자의 순매도금액에 비해 외화로 환전하여 해외에 유출한 금액의 정도가 가장 작은 것으로 나타났다. 즉, 외국인투자자의 주식순매도액 대비 유출액 비율은 테이퍼트럼 기간과 미 금리인상 기간 중 각각 132.0%와 96.8%를 나타내었으나 코로나19 위기 이후 기간에는 80.3%에 머물고 있다. 이는 최근 외국인투자자의 주식순매도가 과거보다 장기간 지속되고 월평균 매도 규모가 비교기간 중에서 가장 큼에도 불구하고 외국인의 국내주식시장에 대한 전망이 상대적으로 그

<그림 III-1> 외국인 투자자의 주식순매도 및 해외유출 규모 비교



자료 : 한국은행, 한국거래소 및 저자시산

04 과거 10년간의 추이를 보면 순매도액과 순유출액 간의 괴리는 평상시보다 외국인 순매도가 집중적으로 발생한 기간에 더욱 확대되는 경향이 있다.

리 비관적이지 않음에 따라 조만간 국내주식에 재투자할 가능성이 높은 것을 의미하는 것으로 볼 수 있다. 아울러 글로벌 주식투자자금의 흐름이 지난해 말경부터 다시 순유입세로 전환하면서 글로벌 위험선호 경향이 강화되고 있는 것도 그 원인이라 할 수 있다.

<표 III-1> 시기별 외국인의 주식순매도액 대비 유출액 비율

(단위: 백만달러)

		순매도(A)	순유출(B)	비율(B/A, %)
테이퍼턴트럼	2013. 1 ~ 6	-1,344	-1,775	132.0
미 금리인상	2015. 6 ~ 2016. 1	-1,705	-1,650	96.8
코로나19	2020. 2 ~ 2021. 8	-2,450	-1,968	80.3

주 : 1) 순매도는 월별 순매도액에 월평균환율을 적용하여 미달러화로 환산
 2) 기간중 월평균

자료: 한국거래소, 한국은행 및 저자시산

2. 주가 및 환율 영향력

외국인투자자가 국내주식을 순매도하는 경우 통상 주가에 하락압력이 나타나며 매도자금이 해외로 유출되는 과정에서 외환에 대한 수요 증가로 원화환율이 상승한다. 외국인 주식투자자금의 순유출입과 주가 및 환율 간의 상관관계를 보면 코로나19 위기 발생 전후로 그 영향력에 다소간의 변화가 관찰된다. 우선 순유출입과 주가변동과의 상관계수는 코로나 이전시기 0.633에서 이후 기간에는 0.445로 다소 감소한 모습이 나타났다. 이는 외국인의 주식자금 순유입시 주가상승을, 유출시에는 환율상승을 가져오는 관계가 이전에 비해 약화되었음을 의미하는 것으로 코로나 19 위기 이후 개인투자자들이 적극적으로 주식순매수에 참여함에 따라 상대적으로 외국인투자자의 영향력이 약화된 것으로 풀이된다.

외국인 주식투자자금의 순유출입과 환율변동과의 상관계수는 코로나 이전시기 -0.399에서 이후 기간에는 -0.646으로 나타나 두 변수간의 관계가 과거보다 더 일관되게 나타난 것으로 분석되었다. 코로나19 위기 이후 두 변수간 상관계수 값이 높아진 것은 최근 글로벌 실물경기의 동조화, 미국의 테이퍼링 및 통화정책 정상화 가능성, 중국의 금융불안과 같은 다양한 해외요인으로 원화환율이 상승 압력을 받는 상황에서 외국인투자자들이 이에 동조하는 방향으로 국내주식을 순매도한 후 자금을 해외로 유출하는 움직임이 나타나고 있는데 따른 것으로 보인다.

<표 III-2> 시기별 순유출입, 주가변동 및 환율변동 간의 상관관계

기간		순유출입	주가변동	환율변동
코로나19 이전 (2016. 1 ~ 2020. 1)	순유출입	—		
	주가변동	0.633	—	
	환율변동	-0.399	-0.402	—
코로나19 이후 (2020. 2 ~ 2021. 8)	순유출입	—		
	주가변동	0.445	—	
	환율변동	-0.646	-0.390	—

주 : 월별자료 기준

자료: 한국거래소, 한국은행 및 저자시산

한편 코로나19 위기가 발생하기 이전과 이후로 나누어 경제주체들의 순매수일과 순매도일의 주가 및 환율변동을 시산해 보았다. 코로나19 위기 발생 이후 기간에서 외국인투자자가 주식을 순매수한 날의 국내 주가는 평균적으로 0.84% 상승하고 원화의 가치는 0.20% 상승한 것으로 시산되었다. 국내 기관투자자의 경우에도 이와 유사하였으나 순매수일의 평균 주가상승폭은 외국인의 경우보다 작았다. 그러나 개인투자자의 경우에는 주식 순매수일에도 주가와 원화 가치가 하락하는 결과를 보여 외국인투자자와 대조를 보였다.

반면 외국인투자자의 주식 순매도일에는 주가와 원화 가치가 모두 하락하였다. 국내 기관투자자의 순매도일에는 외국인투자자와 유사한 영향이 나타났으나 개인투자자의 경우에는 외국인투자자나 기관투자자와는 달리 순매도일에도 평균적으로 주가와 원화 가치 상승이 나타났다. 이는 국내 기관투자자의 경우 외국인투자자와 유사한 매매행태를 보였으나 개인투자자의 경우에는 대체로 외국인투자자와 반대 방향의 매매가 이루어졌음을 의미한다.

<표 III-3> 시기별, 주체별 주식매매에 따른 주가 및 환율변동

(단위: %)

구분	기간	투자주체	주가변동	원화절상
순매수일	코로나19 이전 (2016. 1 ~ 2020. 1)	외국인	0.30	0.11
		기관	0.13	0.05
		개인	-0.40	-0.17
	코로나19 이후 (2020. 2 ~ 2021. 8)	외국인	0.84	0.20
		기관	0.66	0.18
		개인	-0.46	-0.16
순매도일	코로나19 이전 (2016. 1 ~ 2020. 1)	외국인	-0.31	-0.12
		기관	-0.11	-0.05
		개인	0.37	0.15
	코로나19 이후 (2020. 2 ~ 2021. 8)	외국인	-0.36	-0.12
		기관	-0.27	-0.12
		개인	1.12	0.30

주 : 각 투자주체별 거래대금 기준 순매수·매도일의 주가지수 및 원/달러환율 일일변동률의 기간평균

자료: 한국거래소, Bloomberg 및 저자 시산

3. 자금유출입 변동요인 추정

마지막으로 외국인의 주식투자자금 유출입에 영향을 미치는 요인들을 실증적으로 분석해 보았다. 국제 증권투자나 자금유출입의 결정에 관한 전통적인 이론으로는 금리평가이론(covered interest rate parity)이나 자산선택이론(international portfolio theory) 등을 들 수 있다. 전자의 경우 주로 국제 채권투자자금의 유출입이 무위험 환율변동을 감안한 내외금리차가 동일해지도록 저금리 국가에서 고금리 국가로 이동하는 것으로 설명한다. 반면 후자의 경우 채권이나 주식 등 국제증권투자는 위험을 감안한 기대수익률이 극대화될 수 있도록 투자포트폴리오를 조정하는 과정에서 자금의 유출입이 일어나는 것으로 본다. 두 경우를 종합적으로 고려해 보면 외국인 투자자의 국내주식에 대한 매매나 자금의 해외유출입은 투자에 따른 기대수익률이나 위험 또는 기회비용에 따라 결정된다고 할 수 있으며 이러한 요인들은 크게 국내요인과 해외요인으로 나누어 볼 수 있다.

신흥국의 자본유출입과 관련한 기존 연구들을 보면 국내요인으로는 국내금리 또는 내외금리차, 환율변동, 국내주가, 대외신인도 등을 중요한 변수로 고려하고 있다.⁰⁵ 예를 들어 자국의 주가수익률 상승이나 투자통화의 절상은 외국인투자자의 국내주식 투자에 따른 기대수익률 상승을 가져오므로 자금유입을 촉진한다. 또한 신흥국의 대외신인도 하락이나 위험프리미엄 상승 등은 투자에 따른 비용증가를 가져오므로 자금유출 요인이 될 수 있다. 해외요인으로는 미국의 금리변동, 미달러화지수, 위험선호 및 변동성지수 등이 중요 변수로 사용된다. 가령, 미금리의 상승이나 미달러화 가치의 상승은 외국인의 국내주식 투자에 따른 기회비용을 증가시키므로 자금유출을 발생시키는 요인이 된다.

본 보고서에서는 외국인투자자의 자금 순유출입에 영향을 미치는 요인을 회귀분석을 통해 실증 분석해 보았다. 종속변수로는 외국인투자자의 주식 순매매액과 외화자금의 순유출입액을 각각 사용하였는데 이는 앞서 살펴본 바와 같이 두 지표가 시장상황에 따라 괴리되는 경우가 발생하기 때문이다. 설명변수로는 투자수익률 및 위험과 관련된 국내요인과 해외요인을 두 종속변수에 대해 동일하게 적용하였다. 대부분의 변수들은 전월대비 변동률을 사용하여 단위근(unit root)을 제거하였다. 추정기간은 2010년 이후 최근까지의 월별 자료를 이용하였으며 코로나19 위기가 발생한 이후 기간에 대해서는 기간더미(dummy) 변수를 활용하였다. 구체적인 분석 모형은 다음과 같이 설정하였다.

$$\begin{aligned} ntrd &= f(rer, rkos, rp, rdow, cirp, dumc) \\ flow &= f(rer, rkos, rp, rdow, cirp, dumc) \end{aligned}$$

여기서 *ntrd*은 외국인투자자의 주식순매매, *flow*은 주식투자자금 유출입, *rer*는 원화절상률(전월대비), *rkos*는 코스피지수 상승률(전월대비), *rp*는 외평채가산금리, *rdow*은 다우지수 상승률(전월대비), *cirp*는 Citi금융그룹의 글로벌 위험지표를 나타낸다. 또한 *dumc*는 코로나19 위기 기간더미를 나타낸다. 추정식에서 국내 코스피와 미 다우지수의 변동은 글로벌 주가동조화 등으로 밀접한 연관성을 가지는 경우가 많으므로 다중공선성을 고려하여 추정하였다.

<표 III-4>는 외국인투자자의 주식순매매(추정식 1~4)와 외화자금의 유출입(추정식 5~8)에 대한 회귀추정 결과를 나타낸다. 추정 결과 투자수익률 및 위험과 관련한 설명변수의 부호가 예상과 일

05 이에 관해서는 Taylor & Sarno(1997), Feiss(2003), Kaminsky, Reinhart & Vegh(2004), 윤상규(2007), 민좌홍(2009) 등을 참조하기 바란다.

치하였으며 통계적 유의성도 확인되었다. 즉, 국내주가 상승과 원화가치 상승⁰⁶은 외국인의 주식 매입 또는 투자자금 순유입을 가져오는 것으로 확인되었으며 통계적 유의성도 매우 높은 것으로 나타났다.⁰⁷ 또한 미국 다우지수가 상승할 경우 국내로의 자금유입이 증가한 것으로 분석되었는데 이는 글로벌 위험선호 증가를 반영한 것으로 풀이된다. 반면 국내 외평채 CDS 프리미엄 상승이나 글로벌 위험지표가 상승하는 경우에는 투자에 따른 위험증가로 외국인투자자의 주식순매도 및 자금유출을 초래하는 것으로 추정되었다. 모든 추정식에 대해 코로나19 위기 발생 이후의 기간 더미를 포함하였는데 위기발생으로 투자자금의 순유출이 나타났으며 통계적 유의성도 높은 것으로 나타났다. 또한 기간더미를 추가하는 경우 추정방정식의 결정계수도 보다 높은 값을 보였다.

추정 결과 두 종속변수간의 큰 차별성은 확인되지 않았으나 주식순매매를 사용한 경우가 자금유출입의 경우보다 통계적 유의성이 다소 높은 것으로 나타났다. 이는 외국인투자자의 실제 자금유출입이 추정에서 설명변수로 사용된 수익률 및 위험 관련 변수들 이외에도 개별 투자기관의 글로벌 포트폴리오 조정이나 위험선호 변화 또는 단기적인 기대환율 등에 추가적인 영향을 받고 있는데 따른 결과로 판단된다.

이러한 추정 결과에 비추어볼 때 최근 우리나라에서 외국인투자자들의 국내주식에 대한 순매도와 자금유출이 지속되고 있는 것은 코로나19 위기 발생 직후 글로벌 불확실성 증가로 큰 폭의 주식순매도와 외자유출이 발생한 데 이어 금년 들어 글로벌 위험회피 성향이 다소 호전되고 있음에도 불구하고 그간 가파른 국내주가 상승에 따른 외국인투자자들의 차익매물 출회와 글로벌 경제의 불확실성 지속에 따른 원화약세 기대가 그 배경으로 생각된다.

06 원화환율 변동률 대신 미달러화지수 변동률을 포함할 경우 추정부호는 예상과 대체로 일치하나 통계적 유의성이 다소 떨어지는 것으로 나타났다.

07 자금 순유출입과 주식순매도액의 차이를 종속변수로 사용한 경우에는 추정계수의 통계적 유의성이 높지 않은 것으로 추정되었다.

<표 III-4> 외국인 주식매매 및 투자자금 유출입 추정 결과

종속변수: ntrd	추정식 1	추정식 2	추정식 3	추정식 4
<i>c</i>	1.383** (2.693)	1.154* (2.008)	2.116** (2.602)	2.698** (3.991)
<i>rer</i>	0.358** (3.232)	0.460** (3.825)	0.423** (3.496)	0.278* (2.531)
<i>rkos</i>	0.292** (6.428)			0.283** (6.469)
<i>rdow</i>		0.247** (4.350)	0.217** (3.678)	
<i>rp</i>	-0.218* (-2.333)	-0.020* (-1.994)	-0.023* (-2.290)	-0.025** (-2.850)
<i>cirp</i>			-1.607* (-1.655)	-2.310** (-2.842)
<i>dumc</i>	-3.344** (-6.459)	-2.493** (-4.418)	-2.342** (-4.140)	-3.069** (-6.063)
adj. R ²	0.549	0.449	0.461	0.585
종속변수: flow	추정식 5	추정식 6	추정식 7	추정식 8
<i>c</i>	1.460** (2.255)	1.156 (1.744)	1.921* (2.031)	2.723** (3.145)
<i>rer</i>	0.485** (3.487)	0.528** (3.809)	0.499** (3.543)	0.408** (2.899)
<i>rkos</i>	0.263** (4.624)			0.254** (4.552)
<i>rdow</i>		0.280** (4.280)	0.256** (3.734)	
<i>rp</i>	-0.021* (-1.829)	-0.020 (-1.639)	-0.022* (-1.825)	-0.025* (-2.181)
<i>cirp</i>			-1.278 (-1.133)	-2.218* (-2.131)
<i>dumc</i>	-3.184** (-4.901)	-2.365** (-3.634)	-2.245** (-3.413)	-2.292** (-4.505)
adj. R ²	0.438	0.448	0.456	0.493

주: 1) 추정기간: 2010.1월~2021.8월

2) *ntrd*: 외국인투자자의 주식순매매, *flow*: 주식투자자금 유출입, *rer*: 원화절상률(전월대비), *rkos*: 코스피지수 상승률(전월대비), *rp*: 외평채가산금리, *rdow*: 다우지수 상승률(전월대비), *cirp*: Citi금융그룹의 글로벌 위험지표, *dumc*: 코로나19 위기 기간더미를 나타냄

3) ()내는 t값을, * 및 **는 각각 5% 및 1% 유의수준을 의미

IV. 요약 및 시사점

본 보고서에서는 최근 외국인투자자들의 국내주식 매매행태와 자금유출입 변동의 원인 및 영향을 분석해 보았다. 코로나19 위기 발생 이후 외국인투자자들은 최근까지 주식 순매도세를 지속하고 있는데 과거 테이퍼트럼(2013년)이나 미 금리인상기(2015년)와 비교하여 순매도 기간이 장기간 이어지고 있으며 규모도 더 큰 것으로 나타났다. 한편 글로벌 주식투자펀드 자금은 지난해 연말경부터 선진국과 원자재 수출 비중이 큰 일부 신흥국으로 순유입되고 있으나 수출의존도가 높은 주요 아시아 국가들의 경우에는 최근까지 순유출이 지속되고 있다.

외국인투자자들의 국내주식 매매행태를 보면 과거보다 거래회전율이 상대적으로 안정적이고 주식 시장에서의 거래 비중도 하락하였다. 또한 외국인투자자들이 순매도자금을 해외로 순유출하지 않고 재투자를 위해 국내에 유보하는 비율이 과거보다 크게 증가하는 것이 주요 특징의 하나로 보인다. 아울러 외국인 주식매매 및 투자자금의 유출입은 국내 주가나 원화환율 변동 등 투자수익률에 영향을 미치는 국내요인과 미국 주가나 글로벌 위험지표 등 투자위험의 변동에 민감한 영향을 받는 것으로 확인되었다.

아직까지 외국인투자자의 주식순매도가 주가 및 환율에 미치는 영향이 다소 제한적이나 향후 대내외 투자환경 악화로 외국인투자자의 주식순매도가 지금보다 확대될 경우에는 주가하락과 환율상승 등 변동성이 확대될 가능성도 배제하기 어려운 것으로 보인다. 특히 최근 미국의 테이퍼링을 시작으로 글로벌 위험선호에 변화가 나타나거나 물가상승에 따른 세계 경제의 불확실성 증가 또는 중국의 금융불안 확산 등 다양한 외부충격의 발생 가능성이 국내 금융시장에 전이될 가능성에 대비하여 다음과 같은 점에 유의할 필요가 있다.

첫째, 외국인투자자의 주식순매도 및 자금유출이 국내주가나 원화환율 변동 등 기대수익률에 따라 영향을 받고 있으므로 국내 금융시장의 안정을 유지하는 것이 급격한 외국인 자금유출을 억제하는 데 중요하다. 둘째, 우리 경제의 대외신인도 및 대외충격에 대한 복원력 제고를 위해서는 양호한 경제기초 여건의 유지뿐만 아니라 시장이 MSCI 선진국지수에 편입될 수 있도록 관련 제도의 정비 노력을 지속해 나가야 할 것이다. 셋째, 최근 미국의 테이퍼링이 시작되고 글로벌 통화정책 여건도 변화하고 있는 만큼 글로벌 위험선호 및 국제자금흐름 변화나 외국인투자자들의 매매행태에 대한 보다 세심한 모니터링 노력을 지속할 필요가 있다.

참고문헌

국제금융센터, 국제금융센터 Weekly Fund Flow 각호.

김민기 · 김준석, 2021, 『코로나19 국면의 개인투자자: 투자행태와 투자성과』, 자본시장연구원 이슈보고서 21-11.

민좌홍, 2009, 국제 투자환경 변화에 따른 외국인 주식투자행태 변화 분석, 한국은행 『조사통계월보』 2009년 3월호.

양대정 · 최경옥, 2019, 외국인 증권투자자금 유출입의 원/달러환율 영향력 분석, 『사회과학연구』 45(3), 41-84.

윤상규 · 배재수, 2007, 외국인 주식투자자금 유출입 요인 분석, 한국은행 『조사통계월보』 2007년 9월호.

허찬국, 2016, 2008년 글로벌 금융위기 이후 외국인 증권투자행태 변화와 시사점, 『국제금융연구』 2016-6(1).

Feiss, Nibert M., 2003, Capital Flows, Country Risk, and Contagion, World Bank Policy Research Working Paper 2943.

Gumus, G. K., Duru, A., Gungor, B., 2013, The relationship between foreign portfolio investment and macroeconomic variables, *European Economic Scientific Journal* 9(34).

Kaminsky, G., Reinhart, C.M., Vegh, C. A., 2004, When it rains, it Pours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies, NBER working paper 10780.

Taylor, M. P. Sarno, L., 1997, Capital flows to Developing Countries: Long and Short-run Determinants, *World Bank Economic Review* 11(3).